

**CONSULTA PÚBLICA ESPECÍFICA PARA LA
REVISIÓN DE LA METODOLOGÍA DE CÁLCULO
DE LA TASA DE RETRIBUCIÓN FINANCIERA
ESTABLECIDA EN LA CIRCULAR 2/2019, DE 12
DE NOVIEMBRE**

REF. CIR/DE/002/24

9 de mayo de 2024

www.cnmc.es

TABLA DE CONTENIDO

1. Objeto de la consulta.....	4
2. Antecedentes y marco normativo aplicable	5
3. Identificación de los retos para el nuevo periodo regulatorio	7
3.1 Sobre el enfoque general de la metodología para el próximo periodo regulatorio	8
3.2 Sobre la actualización de la tasa de retribución financiera durante el periodo regulatorio.....	8
3.3 Sobre el tratamiento de la tasa libre de riesgo	11
3.4 Sobre el tratamiento del coste de la deuda.....	14
3.5 Sobre mecanismos que consideren la diferencia entre la base de activos histórica y las nuevas inversiones.....	16
4. ANEXO:.....	18

CONSULTA PÚBLICA ESPECÍFICA PARA LA REVISIÓN DE LA METODOLOGÍA DE CÁLCULO DE LA TASA DE RETRIBUCIÓN ESTABLECIDA EN LA CIRCULAR 2/2019, DE 12 DE NOVIEMBRE

(CIR/DE/002/24)

El artículo 7.1, letra g) y h), de la Ley 3/2013, de 4 de junio, de creación de la CNMC, en redacción dada por el Real Decreto-ley 1/2019, de 11 de enero, establece la competencia de la Comisión para determinar, mediante Circular, la tasa de retribución financiera de las instalaciones con derecho a retribución a cargo del sistema eléctrico de las empresas de transporte y distribución para cada periodo regulatorio, así como la tasa de retribución financiera de los activos de transporte, distribución y plantas de gas natural licuado con derecho a retribución a cargo del sistema gasista, para cada periodo regulatorio.

Según lo establecido en el artículo 7.1 de la Ley 3/2013, de 4 de junio, esta tasa no podrá exceder de lo que resulte de conformidad con lo establecido en la Ley 24/2013, de 26 de diciembre, del Sector Eléctrico, y la Ley 18/2015, de 15 de octubre, de aprobación de medidas urgentes para el crecimiento, la competitividad y la eficiencia, respectivamente, y demás normativa de aplicación, salvo por lo previsto excepcionalmente en el citado artículo.

La Circular 2/2019, de 12 de noviembre, de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia, establece la metodología de cálculo de la tasa de retribución financiera de las actividades de transporte y distribución de energía eléctrica, y regasificación, transporte y distribución de gas.

Adicionalmente, establece en su disposición adicional primera la tasa de retribución financiera para transporte y distribución de energía eléctrica para el periodo regulatorio 2020-2025. En su disposición adicional segunda establece la tasa de retribución financiera para transporte y regasificación de gas natural para el periodo regulatorio 2021-2026; y en su disposición adicional tercera, la tasa de retribución financiera para distribución de gas natural para el periodo regulatorio 2021-2026.

El artículo 1.3 de la Circular 2/2019, de 12 de noviembre, establece que la tasa de retribución financiera se aplicará en el cálculo de la retribución de las actividades reguladas en los términos que se establezcan en las circulares que regulen la metodología de cálculo de la retribución de cada actividad. En lo relativo a la actividad de distribución de gas, la Circular 4/2020, de 31 de marzo, por la que se establece la metodología de retribución de la distribución de gas natural, no aplica la tasa de retribución financiera dentro de los parámetros para el cálculo de la retribución. Actualmente esta tasa de retribución financiera se

ha aplicado, en relación con el cálculo del precio transitorio de alquiler de los contadores inteligentes.

Las redes de electricidad tendrán un papel fundamental en la electrificación de la economía, siendo necesario que la tasa de retribución financiera en el siguiente periodo regulatorio posibilite las inversiones eficientes.

1. OBJETO DE LA CONSULTA

El actual periodo regulatorio en el sector eléctrico finaliza el 31 de diciembre de 2025, por lo que se hace necesario comenzar a tramitar una circular para modificar la metodología de cálculo, para adaptarla a los retos de la transición energética y posibilitar la inversión eficiente en redes, y determinar -en el marco de esta metodología- la tasa que resulte aplicable para las actividades de transporte y distribución de energía eléctrica durante el periodo regulatorio que empieza el 1 de enero de 2026 y finaliza el 31 de diciembre de 2031.

En el sector gasista, el periodo regulatorio actual termina el 31 de diciembre de 2026, siendo necesario valorar también las modificaciones en la metodología de cálculo de la tasa de retribución financiera que aplicará durante el siguiente periodo regulatorio que empieza el 1 de enero de 2027 y finaliza el 31 de diciembre de 2032.

El 17 de enero de 2024, la CNMC procedió a realizar la Comunicación previa pública en la página web del organismo del calendario de Circulares de carácter normativo aprobado cuya tramitación inicia en 2024, entre las que se encuentra esta Circular, con indicación expresa de la necesidad, descripción y objetivos de la misma, teniendo los agentes la posibilidad de aportar consideraciones previas desde dicha publicación, como así han realizado diversos agentes.

Sin perjuicio de lo anterior, teniendo en cuenta los retos de la transición energética y el papel esencial que tendrán las inversiones en redes en la electrificación de la economía, se ha considerado oportuno en esta materia concreta, realizar una segunda consulta pública más específica, en la que se formula expresamente un conjunto de cuestiones a los agentes que la CNMC considera de interés para realizar la propuesta de Circular que se someterá a

trámite de audiencia, una vez que se reciban, en su caso, las orientaciones de política energética.

La metodología de cálculo será también aplicable a las actividades del sector gasista en el periodo regulatorio 2027-2032, si bien la tasa se determinará en una Circular posterior.

2. ANTECEDENTES Y MARCO NORMATIVO APLICABLE

En lo relativo al **sector eléctrico**, la Ley 24/2013, de 26 de diciembre, dispone, en su artículo 14, que la retribución de las actividades se establecerá con criterios objetivos, transparentes y no discriminatorios, que incentiven la mejora de la eficacia de la gestión, la eficiencia económica y técnica de dichas actividades y la calidad del suministro eléctrico.

Para el cálculo de la retribución de las actividades de transporte, distribución, gestión técnica y económica del sistema, y producción en los sistemas eléctricos de los territorios no peninsulares con régimen retributivo adicional, se considerarán los costes necesarios para realizar la actividad por una empresa eficiente y bien gestionada, mediante la aplicación de criterios homogéneos en todo el territorio español, sin perjuicio de las especificidades previstas para los territorios no peninsulares. Estos regímenes económicos permitirán la obtención de una retribución adecuada a la de una actividad de bajo riesgo.

Los parámetros de retribución de las actividades de transporte y distribución se fijarán teniendo en cuenta la situación cíclica de la economía, de la demanda eléctrica y la rentabilidad adecuada para estas actividades por periodos regulatorios que tendrán una vigencia de seis años, salvo que una norma de derecho comunitario europeo establezca una vigencia del periodo regulatorio distinta.

Estos parámetros retributivos podrán revisarse antes del comienzo del periodo regulatorio. Si no se llevara a cabo esta revisión se entenderán prorrogados para todo el periodo regulatorio siguiente.

Para las actividades de transporte y distribución las tasas de retribución financiera aplicables serán fijadas, para cada periodo regulatorio, por la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia.

No obstante lo anterior, por ley, para cada periodo regulatorio se establecerá el límite máximo de las tasas de retribución financiera aplicables a las actividades de transporte y distribución de electricidad. Este límite máximo estará referenciado al rendimiento de las Obligaciones del Estado a diez años en el mercado secundario entre titulares de cuentas no segregados de los veinticuatro meses previos al mes de mayo del año anterior al inicio del nuevo periodo regulatorio incrementado con un diferencial adecuado que se determinará para

cada periodo regulatorio. Si al comienzo de un periodo regulatorio no se llevase a cabo la determinación del límite máximo, se entenderá prorrogado el límite máximo fijado para el periodo regulatorio anterior. Si este último no existiera, el límite máximo para el nuevo periodo tomará el valor de la tasa de retribución financiera del periodo anterior. Es decir, para el nuevo periodo 2026-2031, el 5,58%.

Excepcionalmente, según lo establecido en el artículo 7.1 de la Ley 3/2013, de 4 de junio, los referidos valores podrán superarse por la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia de forma motivada y previo informe del Ministerio para la Transición Ecológica, en casos debidamente justificados. En este caso, la Comisión hará constar el impacto de su propuesta en términos de costes para el sistema respecto del que se derivaría de aplicar el valor anteriormente resultante.

En lo relativo al **sector del gas natural**, la Ley 18/2014, de 15 de octubre, en su artículo 60, establece que en la metodología retributiva de las actividades reguladas en el sector del gas natural se considerarán los costes necesarios para realizar la actividad por una empresa eficiente y bien gestionada, de acuerdo al principio de realización de la actividad al menor coste para el sistema gasista con criterios homogéneos en todo el territorio español. Estos regímenes económicos permitirán la obtención de una retribución adecuada a la de una actividad de bajo riesgo.

Los parámetros de retribución de las actividades de regasificación, almacenamiento básico, transporte y distribución se fijarán teniendo en cuenta la situación cíclica de la economía, la demanda de gas, la evolución de los costes, las mejoras de eficiencia, el equilibrio económico y financiero del sistema y la rentabilidad adecuada para estas actividades por periodos regulatorios que tendrán una vigencia de seis años, salvo que una norma de derecho comunitario europea establezca una vigencia del periodo regulatorio distinta.

No se aplicarán fórmulas de actualización automática a valores de inversión, retribuciones, o cualquier parámetro utilizado para su cálculo, asociados al suministro de gas natural regulado.

Para las actividades de transporte, distribución y plantas de Gas Natural Licuado con derecho a retribución, las tasas de retribución financieras aplicables serán fijadas, para cada periodo regulatorio, por la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia.

No obstante lo anterior, por ley, para cada periodo regulatorio se establecerá el límite máximo de las tasas de retribución financiera aplicables a las actividades de transporte, distribución y plantas de gas natural licuado. Este límite máximo estará referenciado al rendimiento de las Obligaciones del Estado a diez años en el mercado secundario incrementado con un diferencial adecuado, que se determinará para cada periodo regulatorio. Si al comienzo de un periodo

regulatorio no se llevase a cabo esta determinación del diferencial, se entenderá prorrogada la tasa máxima de retribución financiera fijada para el periodo regulatorio anterior.

Excepcionalmente, el referido valor podrá superarse por la Comisión, de forma motivada y previo informe del Ministerio para la Transición Ecológica, en casos debidamente justificados. En este supuesto, la Comisión hará constar el impacto de su propuesta en términos de costes para el sistema respecto del que se derivaría de aplicar el valor anteriormente resultante.

3. IDENTIFICACIÓN DE LOS RETOS PARA EL NUEVO PERIODO REGULATORIO

Un modelo energético en rápida evolución requiere una regulación dinámica que garantice la capacidad de satisfacer la creciente demanda eléctrica vinculada a la movilidad limpia, la calefacción y la refrigeración, la electrificación de la industria y la puesta en marcha de la producción de hidrógeno con bajas emisiones de carbono, al mismo tiempo que facilite, tanto la integración de energía renovable para dar cobertura a esa nueva demanda, como un entorno de participación de esa misma demanda en los servicios que pueda requerir el sistema eléctrico. En un contexto de incertidumbre sobre el ritmo de crecimiento de la demanda eléctrica, y ante el reto de la electrificación de la economía, se debe reflexionar en profundidad sobre la forma en que la metodología de retribución de las redes de electricidad puede ayudar a afrontar este reto de forma eficiente.

En el sector gasista es necesario asegurar el mantenimiento eficiente de los activos existentes en condiciones óptimas y al mismo tiempo contar con el marco regulatorio adecuado para la introducción de los gases renovables, incluido el hidrógeno. Tanto sobre el gas natural como sobre los gases renovables también puede existir incertidumbre en relación con la evolución de la demanda.

Se considera oportuno realizar esta segunda consulta pública específica, que se abre a los agentes. En particular, se solicitan comentarios y análisis debidamente justificados sobre los siguientes temas:

- Sobre el enfoque general de la metodología para el próximo periodo regulatorio.
- Sobre la actualización de la tasa de retribución financiera durante el periodo regulatorio.
- Sobre el tratamiento de la tasa libre de riesgo.
- Sobre el tratamiento del coste de la deuda.
- Sobre mecanismos que consideren la diferencia entre la base de activos histórica y las nuevas inversiones.

3.1 Sobre el enfoque general de la metodología para el próximo periodo regulatorio

La Circular 2/2019 supuso un cambio respecto a la metodología de cálculo de la tasa de retribución financiera de las actividades de redes eléctricas y gasistas con respecto al criterio seguido en el periodo regulatorio previo. En particular, se pasó de un enfoque metodológico basado en la rentabilidad de las Obligaciones del Estado a diez años más un diferencial, a un enfoque basado en el Coste Medio Ponderado del Capital (conocido por sus siglas en inglés como WACC). El enfoque metodológico adoptado en la Circular 2/2019 es el comúnmente empleado por otros reguladores de nuestro entorno europeo y el más empleado a nivel internacional.

Desde su entrada en vigor hace más de cuatro años, esta metodología ha proporcionado las señales adecuadas para que transportistas y distribuidores hayan llevado a cabo las inversiones de redes necesarias obteniendo una retribución adecuada a la de una actividad de bajo riesgo, tal y como establece la normativa sectorial.

De cara al siguiente periodo regulatorio, resulta esencial que la tasa de retribución financiera posibilite la realización de las inversiones en redes que se necesitan para facilitar la transición energética hacia una economía descarbonizada, de forma eficiente.

- En este sentido, **se invita a compartir reflexiones sobre la formulación de la tasa de retribución financiera, al objeto de identificar posibles mejoras metodológicas** a partir de la experiencia observada durante el actual periodo regulatorio. Todo ello buscando un equilibrio entre los intereses de los operadores de redes de los sectores eléctrico y gasista y los de los consumidores de dichos sectores.

3.2 Sobre la actualización de la tasa de retribución financiera durante el periodo regulatorio

Dado que la duración de los periodos regulatorios es extensa, se observa que eventos excepcionales a nivel sanitario, macroeconómico, geopolítico, etc., que se producen a lo largo de estos años, y que se trasladan casi de forma inmediata a los mercados financieros, no tienen reflejo inmediato en la tasa de retribución financiera, lo que puede producir un cierto desacople en este contexto internacional cambiante.

En el apartado 4.1. del Anexo se recoge la fórmula de cálculo de la tasa de retribución financiera actual.

En particular, **la tasa libre de riesgo y el coste de la deuda** se calculan a través de un conjunto de parámetros (obligaciones del Estado, IRS, CDS, TIR de

emisiones) que están sujetos a las variaciones de tipos de interés y a las condiciones de los mercados financieros. Han presentado una elevada volatilidad a lo largo del periodo de cálculo, además de haberse visto afectados por eventos excepcionales no previsibles, como la pandemia del COVID y la invasión de Ucrania por Rusia, que han provocado, a su vez, la intervención de los bancos centrales en los mercados.

Se plantea la cuestión de si la metodología actual, basada en un promedio de los valores históricos de 6 años, y cuyo valor se mantiene constante, resulta adecuada en este contexto, o si, por el contrario, resulta oportuno evolucionar hacia otras formas de cálculo.

En relación con lo anterior, teniendo en cuenta la dificultad de predecir la rentabilidad libre de riesgo y el coste de la deuda a futuro a partir de valores históricos, así como de previsiones futuras, se ha observado que algunos reguladores europeos no mantienen la tasa de retribución financiera fija durante el periodo regulatorio, sino que aplican distintos mecanismos de actualización intra-periodo, lo que puede implicar actualizaciones de la tasa tanto al alza como a la baja.

En el apartado 4.2 del Anexo se resume la experiencia de tres países europeos en relación con la actualización, durante el periodo regulatorio, de la tasa de retribución financiera

En relación con este tipo de mecanismos que permiten la actualización intra-periodo de la tasa de retribución financiera, en el caso de España, no resultaría posible actualmente la implementación de ninguno de ellos, teniendo en cuenta lo establecido en la Ley 24/2013, de 26 de diciembre, *del Sector Eléctrico*, y en la Ley 18/2014, de 15 de octubre, *de aprobación de medidas urgentes para el crecimiento, la competitividad y la eficacia*.

Concretamente, el artículo 14 de la Ley 24/2013 establece en su artículo 4 sobre la retribución de las actividades del sector eléctrico (subrayado añadido):

“4. Los parámetros de retribución de las actividades de transporte, distribución, producción a partir de fuentes de energía renovables, cogeneración de alta eficiencia y residuos con régimen retributivo específico y producción en los sistemas eléctricos no peninsulares con régimen retributivo adicional, se fijarán teniendo en cuenta la situación cíclica de la economía, de la demanda eléctrica y la rentabilidad adecuada para estas actividades por periodos regulatorios que tendrán una vigencia de seis años, salvo que una norma de derecho comunitario europeo establezca una vigencia del periodo regulatorio distinta.

Estos parámetros retributivos podrán revisarse para cada periodo regulatorio. Si no se llevara a cabo esta revisión antes del comienzo del periodo regulatorio se entenderán prorrogados para todo el periodo regulatorio siguiente, (...).

Para las actividades de transporte y distribución las tasas de retribución financieras serán fijadas, para cada periodo regulatorio, por la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia.

(...)

Por su parte, el artículo 60 de la Ley 18/2014 establece un requisito análogo para la retribución de las actividades reguladas del sector gasista en sus apartados 2 y 3 (subrayado añadido):

“2. Los parámetros de retribución de las actividades de regasificación, almacenamiento básico, transporte y distribución se fijarán teniendo en cuenta la situación cíclica de la economía, la demanda de gas, la evolución de los costes, las mejoras de eficiencia, el equilibrio económico y financiero del sistema y la rentabilidad adecuada para estas actividades por periodos regulatorios que tendrán una vigencia de seis años, salvo que una norma de derecho comunitario europea establezca una vigencia del periodo regulatorio distinta.

No se aplicarán fórmulas de actualización automática a valores de inversión, retribuciones, o cualquier parámetro utilizado para su cálculo, asociados al suministro de gas regulado.

3. Para las actividades de transporte, distribución y plantas de Gas Natural Licuado con derecho a retribución, las tasas de retribución financieras aplicables serán fijadas, para cada periodo regulatorio, por la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia.

(...)

Es decir, conforme a lo establecido en los artículos 14.4 de la Ley 24/2013 y 60.2 y 60.3 de la Ley 18/2014, no resultaría posible modificar dentro de un periodo regulatorio los parámetros retributivos aplicables a las actividades de transporte y distribución de energía eléctrica, y regasificación, transporte y distribución de gas natural, siendo la tasa de retribución financiera uno de tales parámetros retributivos.

En consecuencia, con la normativa vigente no resultaría posible la introducción de algún tipo de mecanismo que implique la actualización intra-periodo de la tasa de retribución financiera, salvo que se realizasen, con carácter previo, las modificaciones legales que fueran necesarias. Esta modificación, que va más allá de las competencias de esta CNMC, está intrínsecamente relacionada con la metodología de la Circular objeto de consulta. Por ello se considera esencial estudiar alternativas, a efectos de trasladar al legislador, la propuesta que sea más adecuada.

- En este sentido, sujeto a las modificaciones legales que, en su caso, pudieran resultar necesarias, **se pregunta si es necesaria la introducción de mecanismos de actualización intra-periodo de la rentabilidad libre de riesgo y del coste de la deuda podrían resultar adecuadas**, y qué tipo de mecanismo (indexación, *trigger*, otros), de diseño de frecuencia de actualización, y forma de determinación (límite inferior y superior, en su caso) sería necesario.

Por otra parte, y a diferencia de lo señalado respecto a la tasa libre de riesgo y el coste de la deuda, se considera que el resto de los parámetros recogidos en

la metodología de cálculo de la Circular 2/2019 no se han visto significativamente afectados por las variaciones en el contexto financiero internacional a lo largo de estos años, teniendo un carácter estructural.

3.3 Sobre el tratamiento de la tasa libre de riesgo

La tasa libre de riesgo se calcula actualmente como el promedio de las cotizaciones diarias entre el 1 de enero del año n-8 y el 31 de diciembre del año n-3, del bono del Estado español a 10 años. Siendo n el año de inicio del periodo regulatorio. Por lo tanto, para el siguiente periodo regulatorio 2026-2031, el periodo de cálculo comprendería los años 2018-2023 para las redes de electricidad.

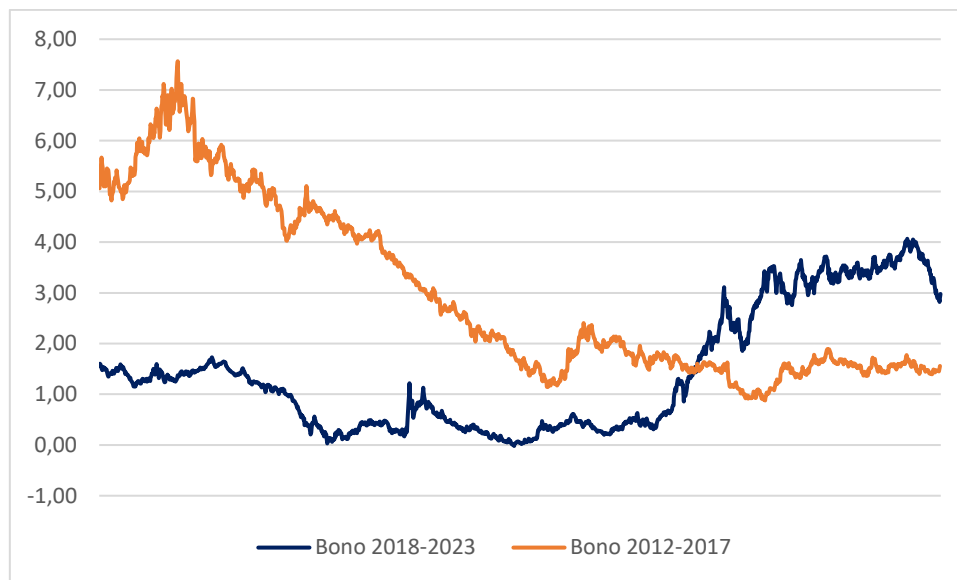
Según se indica en la Circular, se podrá realizar un ajuste sobre la tasa libre de riesgo para corregir el efecto del mecanismo de compra de deuda llevado a cabo por el Banco Central Europeo en la deuda soberana (*“Expansión Cuantitativa” o QE*), en el caso de que el periodo de cálculo haya sido significativamente afectado por este efecto, y en ausencia de efectos contrarios derivados de la crisis de la deuda soberana.

El Ajuste por QE no fue aplicado en el cálculo de la tasa de retribución financiera del periodo regulatorio 2020-2025 eléctrico, calculado con datos de 2012-2017. Pero sí en el cálculo de la tasa de retribución financiera del periodo 2021-2026 gasista, que fue calculado con datos de 2013-2018.

Evolución histórica

La Figura 1 compara la evolución de la cotización del bono del Estado a 10 años en el período de cálculo anterior (2012-2017) y en el período de cálculo actual (2018-2023).

Figura 1. Evolución de la cotización diaria del bono español a 10 años para 2012 a 2017 (línea naranja) y para 2018 a 2023 (línea azul).



Fuente: Bloomberg

Si se observan los valores de cotización de los bonos del Estado, el período 2018-2023 se ha caracterizado por valores muy bajos durante los años 2019, 2020 y 2021, y un repunte muy rápido de los tipos de interés a partir del año 2022.

En 2019 se partía de valores bajos, debido a que aún estaba en vigor el programa de compras de activos del BCE, conocido como *quantitative easing*. A este programa de compras, se sumó el programa de compras de emergencia frente a la pandemia en 2020 con el objetivo de contrarrestar los riesgos sobre la economía del área del euro. Por ello, tras la crisis sanitaria, la cotización de los bonos gubernamentales europeos alcanzaron cifras extremadamente bajas, rozando en el caso de España los valores nulos en 2020 y 2021.

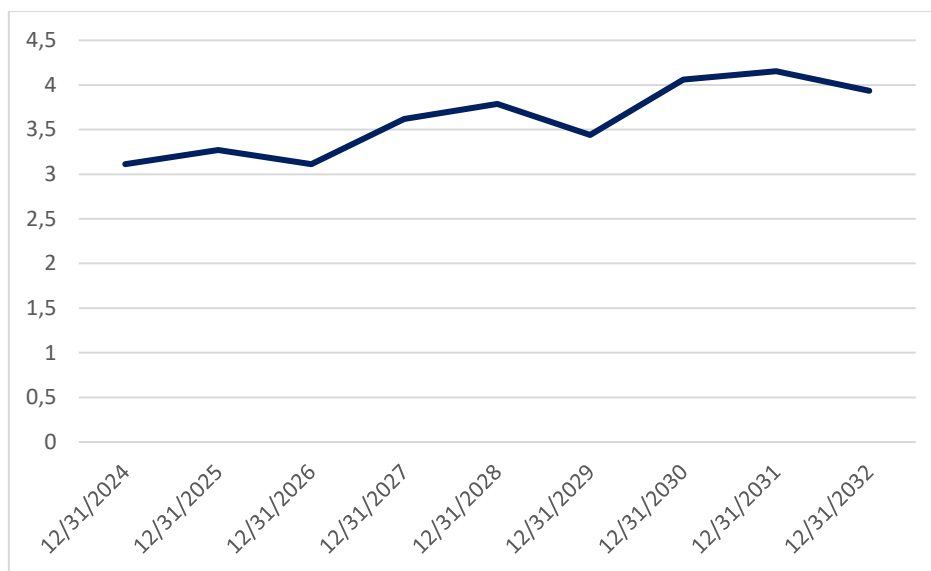
Sin embargo, tras la crisis energética de finales de 2021 acrecentada por la invasión de Ucrania, debido al drástico incremento de la inflación, el BCE decidió en julio de 2022 parar su programa de compra de activos (en principio mantuvo las reinversiones, pero posteriormente, decidió reducirlas también). De forma que los valores de cotización de los bonos del Estado se han elevado hasta superar el 4% en algunos momentos de 2023.

Si bien, debe señalarse que no se han alcanzado los valores máximos de cotización que tuvo el bono español durante la primera etapa del período 2012-2017 debido a la crisis de la deuda soberana, donde llegó a superar, en diciembre de 2012, el 7%.

Previsiones de evolución de la tasa libre de riesgo

Las previsiones de evolución de la cotización del bono del Estado a 10 años extraídas de Bloomberg se muestran en la Figura 2:

Figura 2. Previsión del bono del Estado español a 10 años



Fuente: Bloomberg, obtenido el 13/3/2024 con la función FWCV (*Forward Curves Analysis*) para la curva EUR *Spanish Sovereign Curve*.

Sin embargo, debe indicarse que estas previsiones están habitualmente muy condicionadas por los valores spot, dado que no es posible predecir a futuro muchos de los eventos que afectan a los valores de las curvas soberanas. Por ello, las previsiones no consiguen habitualmente ajustarse a los valores reales.

- A modo orientativo, se solicitan **comentarios sobre los siguientes temas:**
 - **Si se considera necesario modificar la metodología de cálculo de la rentabilidad libre de riesgo** identificando los cambios que se propone introducir.
 - **Si se considera necesario limitar el efecto de los eventos excepcionales** ocurridos en 2018-2023 sobre la tasa libre de riesgo de cara al nuevo periodo regulatorio y las alternativas para realizar dicha corrección:
 - En caso de valorar adecuado aplicar un ajuste por QE o de otro tipo, debería aportarse la forma de cálculo, su valor estimado, y la fuente o documentación soporte en la que basa su propuesta.
 - En caso de que los años del periodo de cálculo 2018-2023 pudieran ponderarse de forma distinta en el promedio habría de justificarse dicha ponderación.

3.4 Sobre el tratamiento del coste de la deuda

La Circular 2/2019, en su artículo 10, establece lo siguiente:

1. El coste de la deuda de cada año k y cada comparador i se calcula como el promedio de las cotizaciones diarias del año k del Interest Rate Swap IRS a 10 años más el promedio de las cotizaciones diarias del año k del Credit Default Swap CDS a 10 años del comparador i , según la siguiente fórmula:

$$R_{Dik} = IRS_{10A k} + CDS_{10A ik}$$

- R_{Dik} : Coste de la deuda del comparador i en el año k , en porcentaje (%).
 $IRS_{10A k}$: Promedio de las cotizaciones diarias del Interest Rate Swap a 10 años en el año k , en porcentaje (%).
 $CDS_{10A ik}$: Promedio de las cotizaciones diarias del Credit Default Swap a 10 años del comparador i en el año k , en porcentaje (%).
 k : Cada uno de los 6 años comprendidos en el período ($n-8$, $n-3$).

2. Para aquellos comparadores de los que no se disponga de CDS cotizados, directamente o a través de sociedades de su grupo, en un año determinado, se buscarán datos de emisiones de deuda de plazo equivalente efectuadas durante ese año, por el comparador o por sociedades de su grupo, utilizándose, en caso de que estén disponibles, el promedio de las TIR de dichas emisiones como representativo del coste de la deuda del comparador para el año correspondiente. Se tendrán en cuenta las emisiones de deuda efectuadas en euros y vencimiento de 8 a 12 años desde la fecha de emisión, según la siguiente fórmula:

$$R_{Dik} = \frac{\sum_{e_{ik}=1}^{e_{ik}=t_{ik}} TIR_{8A-12A ik}}{t_{ik}}$$

- Donde:
 $TIR_{8A-12A ik}$: TIR de las emisiones de deuda del comparador i en el año k a un plazo de 8 a 12 años, en porcentaje (%).
 e_{ik} : Cada una de las emisiones de deuda del comparador i en el año k .
 t_{ik} : Número de emisiones de deuda del comparador i en el año k .

3. No se considerarán los datos del coste de la deuda de los comparadores que tengan un nivel de calificación crediticia especulativo o non investment grade según al menos una de las principales agencias de calificación crediticia. Es decir, si tienen una calificación inferior a Baa3 o BBB-.
4. El coste de la deuda se calculará, para cada uno de los años del periodo de cálculo ($n-8$, $n-3$), como el promedio del coste de la deuda de dicho año de los comparadores que dispongan de datos.

$$R_{Dk} = \frac{\sum_{i=1}^{i=m_{3k}} R_{Dik}}{m_{3k}}$$

- Donde:
 R_{Dk} : Coste de la deuda promedio de todos los comparadores en el año k , en porcentaje (%).
 m_{3k} : Número de comparadores que disponen de datos de deuda (CDS o emisiones) en el año k .

5. El coste de la deuda R_D a incluir en la fórmula del WACC se calculará como el promedio de los 6 datos anuales obtenidos.

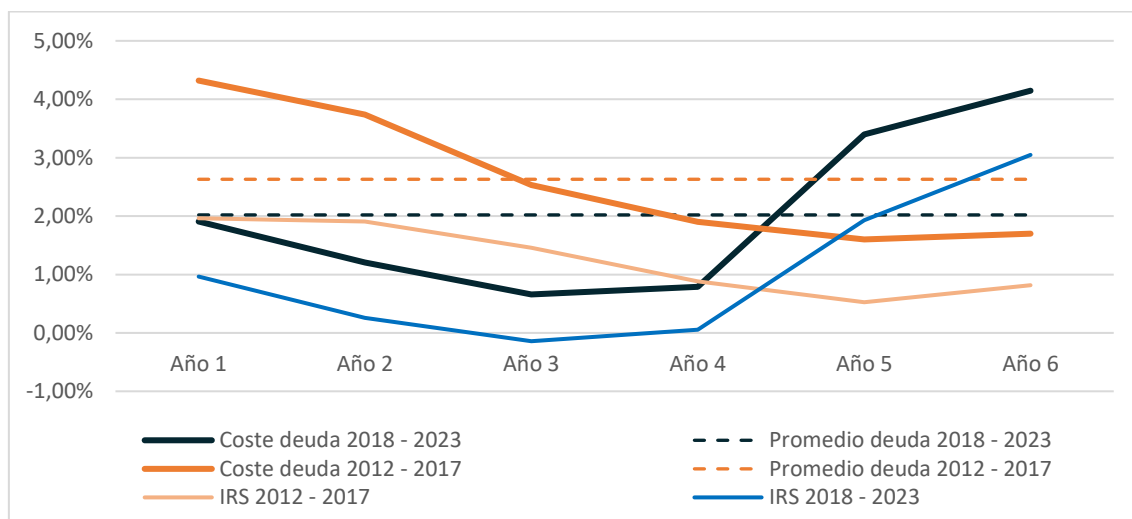
$$R_D = \frac{\sum_{k=n-8}^{k=n-3} R_{Dk}}{6}$$

Evolución histórica

La Figura 3 compara la evolución del coste de la deuda considerado en el período de cálculo anterior (2012-2017) y en el período de cálculo actual (2018-2023). También compara la evolución del IRS durante esos dos períodos.

Como puede observarse, la evolución del IRS sigue una senda similar a la del bono del Estado, con valores bajos para 2019, muy bajos para 2020 y 2021, y más elevados en 2022 y, sobre todo, 2023, donde han superado incluso el valor del IRS en el año 2012.

Figura 3. Evolución del coste de la deuda para 2012 a 2017 (línea naranja) y para 2018 a 2023 (línea azul).



Fuente: Bloomberg

Respecto al coste de la deuda, la evolución de la senda es similar a la del IRS, si bien el valor de 2023 no ha llegado a superar al máximo de 2012.

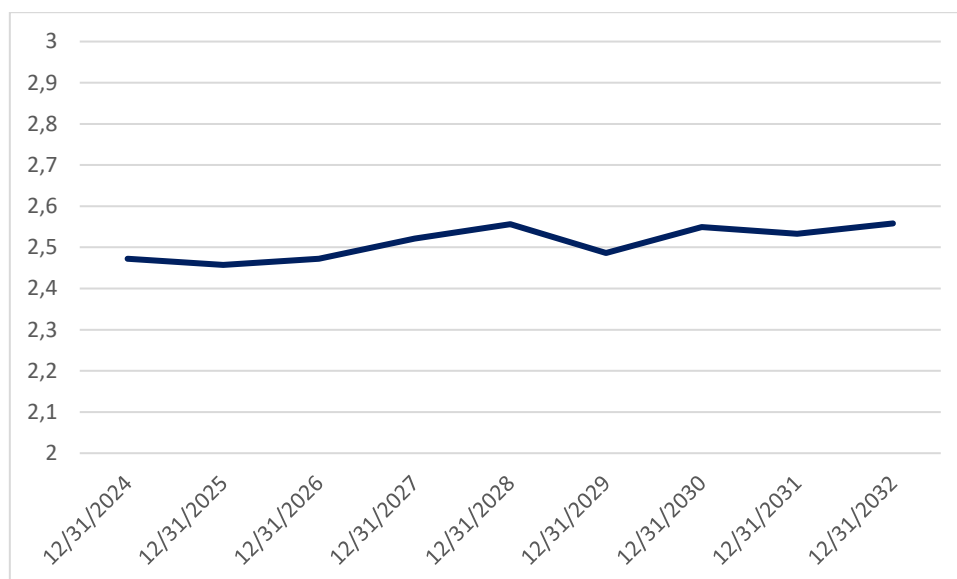
En ambos periodos, se puede observar la evolución del diferencial entre el coste de la deuda y el IRS.

Previsiones de evolución del coste de la deuda

El coste de la deuda se calcula a partir del IRS, CDS y TIR de emisiones.

La previsión de la evolución del IRS a 10 años se muestra en la Figura 4:

Figura 4. Previsión del IRS a 10 años



Fuente: Bloomberg, obtenido el 13/3/2024 con la función FWCV (*Forward Curves Analysis*) para la curva *Euro Swaps Curve*.

Sin embargo, debe indicarse que estas previsiones están habitualmente muy condicionadas por los valores spot, dado que no es posible predecir a futuro muchos de los eventos que afectan a la cotización del IRS. Por ello, las previsiones no consiguen habitualmente ajustarse a los valores reales.

➤ **Por todo lo anterior, se solicitan comentarios y análisis de los siguientes temas:**

- **Si se considera necesario modificar la metodología de cálculo del coste de la deuda**, identificando los cambios que se propone introducir.
- La posibilidad de corregir el coste de la deuda para **eliminar o limitar el efecto de los eventos excepcionales** ocurridos en 2018-2023 analizando las alternativas para realizar dicha corrección, la forma de cálculo, su valor estimado, y la fuente o documentación soporte en la que basa su propuesta.
- En caso de que los años del **periodo de cálculo 2018-2023 pudieran ponderarse de forma distinta** en el promedio habría de justificarse dicha ponderación.

3.5 Sobre mecanismos que consideren la diferencia entre la base de activos histórica y las nuevas inversiones

En el periodo regulatorio 2026-2031, resulta necesario que la tasa de retribución financiera facilite la realización de las inversiones que son necesarias para la transición energética, lo que afecta a las inversiones que se pondrán en marcha

a lo largo del periodo regulatorio. La financiación de estas nuevas inversiones, se ve afectada por la coyuntura de tipos de interés del periodo regulatorio.

Sin embargo, la base de activos histórica está compuesta por activos puestos en servicio y, por ende, financiados, hace años, que se ven por lo tanto, menos afectados por la coyuntura de tipos de interés del periodo regulatorio.

Atendiendo a lo cual, algunos reguladores europeos han valorado establecer tasas de retribución financiera distintas para la base de activos histórica y las nuevas inversiones, o bien mecanismos de cálculo distintos para ambos, que finalmente se ponderan en una tasa única, atendiendo a la proporción de cada tipo de activos sobre el total.

En el apartado 4.3 del Anexo se describe, meramente como ejemplo, uno de los mecanismos que se han estudiado, concretamente en Francia.

- En consecuencia, se consulta sobre **si debe atenderse a la diferencia entre la base de activos histórica y las nuevas inversiones, para que la tasa de retribución financiera** fomente las nuevas inversiones, pudiendo valorar varias opciones:
 - Incorporar un diferencial sobre la tasa para las nuevas inversiones
 - Utilizar un método de cálculo de la rentabilidad libre de riesgo y del coste de la deuda distinto para la base de activos histórica y las nuevas inversiones, que se ponderen en un valor único atendiendo a la representatividad sobre el total.
 - Cualquier otra. Explique cuál.

Finalmente, **se valorarán consideraciones adicionales sobre otros aspectos de la Circular 2/2019 no señalados en los apartados anteriores**, así como posibles propuestas junto con su justificación siempre que garanticen el adecuado desarrollo de las actividades de red, al menor coste posible para el sistema.

4. ANEXO:

4.1. METODOLOGÍA ACTUAL DE CÁLCULO DE LA TASA DE RETRIBUCIÓN FINANCIERA DE LA CIRCULAR 2/2019

Según la metodología establecida en la Circular 2/2019, la tasa de retribución financiera (TRF) se calcula en términos nominales antes de impuestos, con dos decimales, a partir de la siguiente fórmula:

$$\text{Tasa de retribución financiera} = \frac{\text{WACC}}{1 - T}$$

Donde:

T: Tasa impositiva aplicable en España, en tanto por uno.

WACC: Coste Medio Ponderado del Capital en términos nominales y después de impuestos, en porcentaje (%).

El Coste Medio Ponderado del Capital o WACC de la actividad se calculará aplicando la siguiente fórmula:

$$\text{WACC} = \text{RA} \cdot \text{R}_D \cdot (1 - T) + (1 - \text{RA}) \cdot \text{R}_{FP}$$

Donde:

RA: Ratio de apalancamiento regulatorio, en tanto por uno.

R_D: Coste de la deuda, en porcentaje (%).

R_{FP}: Rentabilidad esperada de los fondos propios, en porcentaje (%).

La Rentabilidad esperada de los fondos propios se calculará aplicando la siguiente fórmula:

$$\text{R}_{FP} = \text{R}_{LR} + \beta \cdot \text{PRM}$$

Donde:

R_{LR}: Tasa libre de riesgo, en porcentaje (%).

β: Coeficiente beta, en número adimensional.

PRM: Prima de Riesgo de Mercado, en porcentaje (%).

4.2. EXPERIENCIA EUROPEA EN RELACIÓN CON LA ACTUALIZACIÓN DE LA TASA DE RETRIBUCIÓN FINANCIERA

A modo de ejemplo, el **regulador británico** (OFGEM) realiza una actualización anual de la TRF que aplica a las actividades reguladas del transporte y la distribución, tanto en el sector eléctrico como en el gasista. Específicamente, en su metodología de cálculo, emplea un mecanismo de indexación con el fin de mitigar la incertidumbre con respecto a los valores futuros que puedan tener la tasa libre de riesgo y el coste de la deuda.

Así, la tasa libre de riesgo se estima cada año del periodo regulatorio como la media del mes de octubre del año anterior de las cotizaciones diarias de los bonos soberanos británicos a 20 años ligados a la inflación (IGL – *Index Linked Gilts*). Para el cálculo del coste de la deuda, OFGEM emplea una media móvil no ponderada, que abarca entre 10 y 17 años dependiendo de la actividad, del índice de rentabilidad de bonos corporativos iBoxx¹ GBP Utilities con vencimiento igual o mayor a 10 años.

Por su parte, el **regulador italiano** (ARERA) ha implementado en 2021 un mecanismo tipo *trigger* en su metodología de cálculo de la TRF que se basa en el ajuste de ciertos parámetros incluidos en la fórmula de cálculo de la TRF, en el caso de que un determinado valor de referencia se sitúe por encima o por debajo de un umbral predeterminado.

Concretamente, al inicio de cada año del periodo regulatorio, se vuelve a calcular el valor de la TRF actualizando los valores de la tasa libre de riesgo nominal, la inflación², la prima de riesgo país y los índices iBoxx empleados para el cálculo del coste de la deuda. En caso de que la revisión de los anteriores parámetros dé lugar a una TRF que se sitúe fuera del rango de ± 50 puntos básicos con respecto a la TRF del año anterior, entonces se actualizan todos los parámetros mencionados, así como la *forward premium*³, para obtener la nueva TRF a aplicar en el siguiente año del periodo regulatorio. En caso contrario, no se realiza ninguna modificación de la TRF.

Otro tipo de actualización intra-periodo es la empleada por el **regulador portugués** (ERSE) que aplica, desde el año 2012 para el sector eléctrico y desde el año 2013 para el sector gasista, un mecanismo de indexación en su metodología de cálculo de la TRF. Al comienzo de cada periodo regulatorio se calcula una TRF que es revisada anualmente a través de un mecanismo que indexa parcialmente dicha TRF a la media de las cotizaciones diarias de las Obligaciones del Tesoro de la República Portuguesa a 10 años.

¹ iBoxx es un conjunto de índices de referencia, calculados por la empresa global de información financiera y analítica IHS Markit, que son utilizados en el mercado de bonos. El iBoxx abarca diferentes regiones y clases de activos, incluyendo bonos corporativos y bonos soberanos, entre otros. Este índice es utilizado por los inversores como referencia de la medida del rendimiento de una amplia gama de carteras de bonos en diferentes mercados, así como para la creación de instrumentos financieros como fondos cotizados en bolsa (ETFs) y otros productos estructurados.

² Se utiliza una tasa real.

³ Este parámetro tiene por objeto mitigar la incertidumbre de que la rentabilidad libre de riesgo calculada con valores spot no sea representativa de los valores futuros. Se calcula como la diferencia entre la curva a plazo (curva *forward*) y el precio spot.

De esta forma, al inicio de cada año del periodo regulatorio se calcula la diferencia existente entre la media del último año de las cotizaciones diarias de las Obligaciones del Tesoro de la República Portuguesa a 10 años, y la media diaria de este mismo parámetro en los 3 últimos meses anteriores al inicio del periodo regulatorio. La TRF de cada año del periodo regulatorio se calcula entonces como la suma de la TRF que fue calculada al inicio del periodo más un 30% de la diferencia anterior, fijándose un límite superior y un límite inferior para el valor de la TRF resultante.

4.3. EXPERIENCIA EUROPEA EN RELACIÓN A LA TRF PARA ACTIVOS HISTÓRICOS Y NUEVAS INVERSIONES

Para el siguiente período tarifario de gas 2024-2027, **el regulador francés** ha optado por realizar la ponderación de dos tasas: una tasa “antigua” calculada según la metodología empleada para el período anterior, que sería aplicable para los activos “antiguos” (puestos en servicio antes del inicio del periodo regulatorio), y una tasa “nueva” que tiene en cuenta los datos económicos más recientes, que sería la aplicable para los activos “nuevos” (los que se pongan en servicio durante el periodo regulatorio).

En lugar de aplicar dos tasas distintas a los activos “nuevos” y a los activos “antiguos”, las dos tasas se combinan en una única tasa, con una ponderación de 80% (tasa “antigua”) y 20% (“tasa nueva”). Estos porcentajes son las proporciones de activos “antiguos” y activos “nuevos”, y se aplican a dos parámetros: la tasa libre de riesgo y el coste de la deuda.

La tasa libre de riesgo de los activos “antiguos” se calcula como el promedio de los últimos 10 años de los bonos del Estado francés a 15 años. Para los nuevos activos, sin embargo, utilizan la fórmula del enfoque prospectivo o “forward-looking” para el cálculo: toman bonos de distintos años de madurez y con ellos estiman, mediante dicha fórmula, el rendimiento de los bonos a 15 años dentro de 1, 2, 3 y 4 años, haciendo finalmente el promedio de los 4 años.

La prima del coste de la deuda, que se suma a la tasa libre de riesgo para calcular el coste de la deuda, se calcula según el rendimiento medio del índice iBoxx EUR NF 10+ BBB’: para los activos antiguos, calculan el promedio de los últimos 10 años, mientras que para los nuevos activos calculan el promedio del último año.